

# 美国经济

## 美元流动性可能先松后紧

美联储 12 月会议将政策利率下调 25 个基点至 3.5%-3.75%。会议声明进一步强调就业市场转弱风险，暗示降息节奏将在短期内暂缓，并将在本月 12 日开始技术性扩表（储备金管理式购债）。与 QE 不同，本次购买债券是 3 年以内的中短期国债，每月规模仅有 400 亿美元左右，未来将与银行储备金需求自然增速相一致。点阵图中经济增速预测大幅上调，通胀和失业率预测下调，2026-2027 年降息预期每年 25 个基点不变。与市场普遍预期的鹰派降息模式不同，鲍威尔记者会展现超预期鸽派立场。他强调主要下行风险来自于就业市场走弱，淡化关税和通胀风险，否认降息将结束并强调数据依赖。我们预计 2026 年降息幅度只有 25 个基点，时间在 6 月，作为美联储新任主席上任后的政治表态。但随着下半年通胀止跌回稳，美联储将保持利率不变。收益率曲线将延续陡峭化。美元指数可能总体小幅下降，从 2025 年末的 98 先降至 2026 年 6 月末的 92，再升至年末的 95。美股可能先涨后跌，波动加剧。

■ **会议声明强调就业风险，暗示降息短期暂缓，将技术性扩表。** 政策利率下调 25 个基点至 3.5%-3.75%，符合市场预期；对就业市场的评估转弱，去除失业率“仍保持低位”描述，强调“自九月以来小幅上升”；对下次利率调整的表述新增“考虑幅度和时点”，同样表述在 2024 年 12 月会议也出现过，暗示降息节奏将短期暂缓；由于银行储备金已降至合理充裕水平，美联储将在本月 12 日开始技术性扩表（储备金管理式购债，Reserve management purchases），短期内幅度将保持在每月 400 亿美元左右，未来将与储备金需求的自然增长速度一致。与 QE 主要购买长期国债不同，RMPs 购买国债主要集中在 3 年以内的中短期国债；12 个票委中有 3 张反对票，分别有 1 张支持降息 50 个基点和 2 张支持不降息。

■ **点阵图上调经济增速预测，下调通胀与失业率预测：** 12 月点阵图显示 FOMC 对经济预测更加乐观，经济增速预测上调，通胀与失业率下调，全年 25 个基点降息预期保持不变。相较 9 月，对 2025 年经济增速预测从 1.6% 升至 1.7%，对 2026-2028 年经济增速预测分别大幅上调 0.5、0.1 和 0.1 个百分点至 2.3%、2% 和 1.9%；2025 和 2026 年失业率预测保持在 4.5% 和 4.4% 不变，但 2027 年失业率预测下降 0.1 个百分点至 4.2%；对 2025 年通胀与核心通胀预测均下调 0.1 个百分点至 2.9% 和 3%，2026 年分别下调 0.2 和 0.1 个百分点至 2.4% 和 2.5%；对 2026-2027 年的降息幅度预测保持在每年 25 个基点不变。点阵图整体显示联储认为美国经济将在明年实现更强复苏，可能因为财政扩张和货币宽松的双重支持，同时就业市场将企稳，关税对通胀推升较预期更为温和。

■ **鲍威尔记者会超预期鸽派。** 1) 鲍威尔强调就业市场的走弱是目前主要的下行风险，他表示最近每月真实新增就业可能已在负值区间（经季度就业与工资普查 QCEW 调整后）。2) 鲍威尔对去通胀表示乐观，一方面关税对通胀的影响是一次性的，且目前仅局限于少数进口商品。另一方面，就业市场走弱导致薪资放缓，服务业通胀压力大幅减轻。3) 他认为目前利率水平更接近中性，在抗通胀和支持充分就业的双重目标是合适的。4) 他没有如市场预期般给出鹰派指引，否认当前“风险预防性降息”将结束，强调数据依赖，重申没有既定路径。

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

- **美联储降息路径：**我们预计联邦基金利率目标从 2026 年末 3.5%-3.75% 降至 2026 年末 3.25%-3.50%，美联储在 2026 年 6 月降息 25 个基点。由于 2026 年一季度经济增长将明显反弹，美联储 2026 年 3 月和 4 月可能保持利率不变。2026 年 5 月美联储主席将正式换届，换届完成前各位候选人可能夸大鸽派立场，以博取特朗普支持，所以 2025 年 12 月和 2026 年一季度货币政策宽松预期可能最强。换届完成后新任主席任期超过特朗普剩余任期，为建立公信力可能更加基于经济数据决策。下半年随着通胀可能止跌回升，美联储宽松预期将明显下降。
- **对全球市场影响：**1) 美债收益率曲线可能陡峭化。美联储降息将带动短期收益率下行，但因提振远期经济增长和通胀，长期收益率降幅相对较小，白宫对美联储独立性削弱和财政赤字扩大也将推升长期收益率，收益率曲线陡峭化。预计 2 年期和 10 年国债收益率分别从 2025 年末 3.5% 和 4.1% 降至 2026 年末 3% 和 3.9%。2) 美元指数可能先贬后升，总体小幅下降。预计美元指数从 2025 年末 98 先降至 2026 年 6 月末 92，再升至年末 95。2026 年一季度美国经济增长可能反弹，通胀延续回落，白宫对美联储的干预和美联储下任主席候选人超级鸽派立场将打击美元指数；下半年，通胀可能止跌企稳，美联储新任主席上任后政策立场将更加基于经济基本面，美元指数可能反弹。3) 美股可能先涨后跌，波动加剧。2026 年上半年，通胀回落，降息预期最强，美元流动性宽松，美股可能上涨；下半年，通胀反弹，美元流动性收紧预期出现，美股可能下跌。

图 1: 联储会议声明变化

Available indicators suggest that economic activity has been expanding at a moderate pace. Job gains have slowed this year, and the unemployment rate has edged up **but remained low** through **August; more September. More** recent indicators are consistent with these developments. Inflation has moved up since earlier in the year and remains somewhat elevated.

The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. Uncertainty about the economic outlook remains elevated. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate and judges that downside risks to employment rose in recent months.

In support of its goals and in light of the shift in the balance of risks, the Committee decided to lower the target range for the federal funds rate by 1/4 percentage point to **3-1/2 to 3-3/4 to 4** percent. In considering **the extent and timing of** additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks. **The Committee decided to conclude the reduction of its aggregate securities holdings on December 1.** The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.

In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.

**The Committee judges that reserve balances have declined to ample levels and will initiate purchases of shorter-term Treasury securities as needed to maintain an ample supply of reserves on an ongoing basis.**

Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Susan M. Collins; Lisa D. Cook; **Austan D. Goolsbee**; Philip N. Jefferson; Alberto G. Musalem; and Christopher J. Waller. Voting against this action were Stephen I. Miran, who preferred to lower the target range for the federal funds rate by 1/2 percentage point at this meeting; **and Austan D. Goolsbee** and Jeffrey R. Schmid, who preferred no change to the target range for the federal funds rate at this meeting.

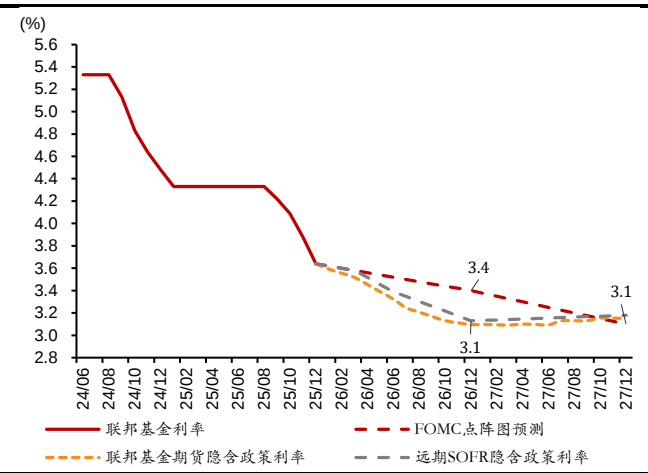
资料来源：FED，招银国际环球市场

图 2: 联储经济预测变化

|        | 会议日期 | 预测中位数 |      |      |      |     |
|--------|------|-------|------|------|------|-----|
|        |      | 2025  | 2026 | 2027 | 2028 | 中长期 |
| 实际GDP  | 12月  | 1.7   | 2.3  | 2    | 1.9  | 1.8 |
|        | 9月   | 1.6   | 1.8  | 1.9  | 1.8  | 1.8 |
| 失业率    | 12月  | 4.5   | 4.4  | 4.2  | 4.2  | 4.2 |
|        | 9月   | 4.5   | 4.4  | 4.3  | 4.2  | 4.2 |
| PCE通胀  | 12月  | 2.9   | 2.4  | 2.1  | 2    | 2   |
|        | 9月   | 3     | 2.6  | 2.1  | 2    | 2   |
| 核心PCE  | 12月  | 3     | 2.5  | 2.1  | 2    |     |
|        | 9月   | 3.1   | 2.6  | 2.1  | 2    |     |
| 联邦基金利率 | 12月  | 3.6   | 3.4  | 3.1  | 3.1  | 3   |
|        | 9月   | 3.6   | 3.4  | 3.1  | 3.1  | 3   |

资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 3: 降息路径预期



资料来源：Wind，招银国际环球市场

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际环球市场投资评级

**买入**：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%  
**持有**：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间  
**卖出**：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%  
**未评级**：招银国际证券并未给予投资评级

### 招银国际环球市场行业投资评级

**优于大市**：行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标  
**同步大市**：行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若  
**落后大市**：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司（“招银国际环球市场”）为招银国际金融有限公司之全资附属公司（招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司）

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

#### 对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

#### 对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

#### 对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。